2017 年 08 月 24 日

证券研究报告•2017 年半年报点评

会 稽 山（601579）食品饮料

增持（维持）

当前价：12.30 元

目标价：14.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

并表带动上半年业绩高增长，Q2 增速略低预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年中期报告，上半年实现收入 5.78 亿元，同比+30.7%；归母净利润 8443 万元，同比+21.8%。其中 Q2 单季实现收入 2.03 亿元，同比+15.9%，归母净利润 177 万元，同比-83.6%。
- **乌毡帽、唐宋酒业并表贡献增量收入，Q2 黄酒淡季增速放缓。**公司上半年收入增长较快主要是因为乌毡帽和唐宋酒业并表，扣除两家子公司合计并表收入和净利润（1699 万元）影响，原公司酒业销售收入估计增长 10%左右，净利润略有下滑。二三季度是黄酒传统销售淡季，因此 Q2 增速有所放缓。报告期内，公司坚持“根据地+大单品”战略模式，市场营销稳步拓展。1、分产品看，公司积极打造核心单品，目前最大单品纯正五年贡献超四成收入，纯正八年作为升级产品主攻宴会市场，呈现较快增长态势。在大单品增长带动下，公司中高端黄酒占比逐步提升，产品结构得到持续优化。2、分地区看，浙江省内市场公司将持续推进渠道下沉，进一步夯实战略根据地；乌毡帽主攻江苏、上海市场，在并表作用下，增速明显；同时公司也积极推动黄酒在全国范围内推广，江浙沪外市场空间广阔。
- **并表影响毛利率小幅下滑，管理费用增加，净利率同比略有下降。**上半年整体毛利率为 42.6%，同比下滑 2.2 个百分点，原因：1、唐宋和乌毡帽产品毛利率偏低，并表拖累整体毛利率水平；2、Q2 毛利率仅为 29.1%，主要是二季度销售较多大众黄酒。并表导致费用同比大幅增长，销售费用同比+27.8%，管理费用同比+63.3%，非公开发行偿还有息借款，财务费用同比-111.4%，共同影响之下整体三费率与去年同期持平，净利率下降 1.0pp 至 14.7%。Q2 业绩略低于预期，影响上半年整体盈利表现。
- **黄酒行业发展环境逐步向好，公司内修外延力争做强。**近些年黄酒行业发展环境得到明显改善，无论是黄酒作为宴请用酒亮相 G20 峰会还是国家大力建设黄酒特色小镇，都体现政府对黄酒行业发展的重视程度在提升。公司也趁此机会，内修外延力争做大做强。公司一方面通过产品结构升级+精耕渠道提升自身竞争力，另一方面积极实施外延并购推动行业整合。公司去年完成对乌毡帽和唐宋酒业并表，并拍得塔牌黄酒 14.8%股权，产生良好协同作用，实现自身跨越式发展。未来行业将进一步整合，公司将充分发挥民营企业体制带来的灵活性，有望在资本市场活跃表现。
- **盈利预测与投资建议。**目前黄酒行业暂时还处于一个平稳发展阶段，三家黄酒企业仍主要集中在江浙沪市场做存量博弈，竞争激烈程度加剧，短时间较难看到量的明显增长。基于以上原因，我们调整盈利预测，预计公司 2017-2019 年公司收入复合增速为 17.0%，归母净利润复合增速为 22.6%，EPS 分别为 0.36、0.44、0.52 元，对应动态 PE 为 35、28、24 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**黄酒行业景气度低下，产品销售或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1048.64	1296.40	1484.78	1681.46
增长率	14.62%	23.63%	14.53%	13.25%
归属母公司净利润（百万元）	141.47	179.13	219.30	260.97
增长率	24.43%	26.62%	22.43%	19.00%
每股收益 EPS（元）	0.28	0.36	0.44	0.52
净资产收益率 ROE	4.90%	5.96%	6.95%	7.84%
PE	44	35	28	24
PB	2.12	2.03	1.93	1.83

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：李光歌

电话：021-58351839

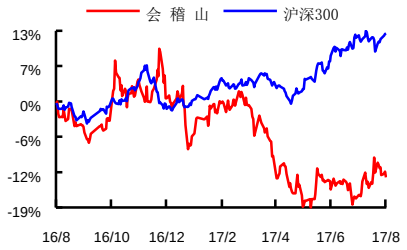
邮箱：lgg@swsc.com.cn

联系人：周金菲

电话：0755-23614240

邮箱：zjfei@swsc.com.cm

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.97
流通 A 股(亿股)	4.00
52 周内股价区间(元)	11.62-15.68
总市值(亿元)	61.18
总资产(亿元)	36.45
每股净资产(元	5.89

相关研究

1. 会稽山（601579）：并表带来业绩弹性，产品结构升级明显 (2017-03-29)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1048.64	1296.40	1484.78	1681.46
营业成本	595.78	736.12	833.05	933.68
营业税金及附加	47.60	59.63	68.30	77.35
销售费用	117.85	145.20	163.33	176.55
管理费用	88.85	123.16	133.63	151.33
财务费用	12.00	-1.94	-2.08	-2.35
资产减值损失	-1.32	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.49	5.00	5.00	5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	189.37	239.23	293.55	349.90
其他非经营损益	4.13	3.00	3.00	3.00
利润总额	193.51	242.23	296.55	352.90
所得税	50.10	60.56	74.14	88.23
净利润	143.41	181.67	222.42	264.68
少数股东损益	1.95	2.54	3.11	3.71
归属母公司股东净利润	141.47	179.13	219.30	260.97

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	143.41	181.67	222.42	264.68
折旧与摊销	89.61	89.78	103.42	108.21
财务费用	12.00	-1.94	-2.08	-2.35
资产减值损失	-1.32	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-272.19	-61.73	-99.92	-94.52
其他	334.40	-5.00	-5.00	-5.00
经营活动现金流净额	305.91	202.78	218.83	271.01
资本支出	-467.38	-150.00	-100.00	0.00
其他	-212.30	-10.00	-10.00	-10.00
投资活动现金流净额	-679.68	-160.00	-110.00	-10.00
短期借款	-393.50	-0.50	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1300.69	0.00	0.00	0.00
支付股利	-44.00	-56.59	-71.65	-87.72
其他	-182.79	21.94	22.08	22.35
筹资活动现金流净额	680.40	-35.14	-49.57	-65.37
现金流量净额	307.15	7.64	59.26	195.64

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	598.42	606.06	665.32	860.97
应收和预付款项	102.17	150.03	170.34	187.39
存货	1007.45	1104.18	1249.57	1400.52
其他流动资产	296.42	295.53	338.48	383.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1033.31	1103.61	1110.26	1012.13
无形资产和开发支出	628.86	618.78	608.71	598.64
其他非流动资产	33.21	48.21	63.21	78.21
资产总计	3699.84	3926.41	4205.90	4521.17
短期借款	0.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	602.03	664.12	759.09	863.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	172.68	212.59	246.34	280.61
负债合计	775.22	876.70	1005.42	1143.74
股本	497.36	497.36	497.36	497.36
资本公积	1731.65	1731.65	1731.65	1731.65
留存收益	672.20	794.74	942.39	1115.64
归属母公司股东权益	2901.21	3023.75	3171.40	3344.65
少数股东权益	23.42	25.96	29.07	32.78
股东权益合计	2924.62	3049.71	3200.48	3377.43
负债和股东权益合计	3699.84	3926.41	4205.90	4521.17

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	14.62%	23.63%	14.53%	13.25%
营业利润增长率	24.73%	26.33%	22.71%	19.20%
净利润增长率	24.00%	26.68%	22.43%	19.00%
EBITDA 增长率	14.20%	12.40%	20.74%	15.41%
获利能力				
毛利率	43.19%	43.22%	43.89%	44.47%
三费率	20.86%	20.55%	19.86%	19.36%
净利率	13.68%	14.01%	14.98%	15.74%
ROE	4.90%	5.96%	6.95%	7.84%
ROA	3.88%	4.63%	5.29%	5.85%
ROIC	7.64%	7.59%	8.98%	10.62%
EBITDA/销售收入	27.75%	25.23%	26.60%	27.10%
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.34	0.37	0.39
固定资产周转率	1.32	1.43	1.41	1.63
应收账款周转率	12.22	13.11	12.39	12.39
存货周转率	0.66	0.70	0.71	0.70
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.75%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	20.95%	22.33%	23.91%	25.30%
带息债务/总负债	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.92	2.81	2.76	2.84
速动比率	1.45	1.37	1.34	1.44
股利支付率	31.10%	31.59%	32.67%	33.61%
每股指标				
每股收益	0.28	0.36	0.44	0.52
每股净资产	5.88	6.13	6.43	6.79
每股经营现金	0.62	0.41	0.44	0.54
每股股利	0.09	0.11	0.14	0.18

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	290.98	327.06	394.90	455.75
PE	43.77	34.57	28.24	23.73
PB	2.12	2.03	1.93	1.83
PS	5.90	4.78	4.17	3.68
EV/EBITDA	19.11	16.93	13.84	11.53
股息率	0.71%	0.91%	1.16%	1.42%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn